

# Volkswirtschaft special

Meinungen, Analysen, Fakten

## Deutsches Wirtschaftswachstum: solide, aber ausbaufähig

- Die deutsche Wirtschaft befindet sich in einer guten Verfassung. Das Bruttoinlandsprodukt wird in diesem Jahr voraussichtlich um mindestens 1,5 % und damit solide wachsen. Voraussetzung für das 2015 prognostizierte Wirtschaftswachstum ist, dass sich die Erholung im Euroraum fortsetzt und der Reformkurs in allen Mitgliedstaaten beibehalten wird.
- Im längerfristigen Trend bleibt Deutschland mit seiner Wachstumsperformance aber unter seinen Möglichkeiten. Im Vergleich der europäischen Nachbarn ist Deutschland ein Outperformer, der Euroraum darf aufgrund seiner strukturellen Schwächen aber nicht die Messlatte sein, mit der sich Deutschland vergleichen sollte. Gegenüber den USA fällt Deutschland beim Wirtschaftswachstum pro Kopf der Bevölkerung zurück. Hatte Deutschland in den 1980er Jahren in der Spitze mehr als 95 % des US-Niveaus erreicht, sind es heute weniger als 80 %.
- Die entscheidende Ursache des geringen Trendwachstums ist, dass Deutschland bei der Entwicklung der Produktivität hinter dem Technologieführer USA herhinkt. Insbesondere werden die Chancen der Digitalisierung noch nicht gut genug genutzt. Richtig ist es daher, dass die Bundesregierung dem Breitbandausbau eine hohe Priorität einräumt und mit ihrer digitalen Agenda den Wandel konstruktiv begleitet. Doch würden auch mehr Investitionen in Bildung einen wichtigen Beitrag zum Wachstum leisten, da die Anforderungen im Erwerbsleben mit den neuen Technologien weiter zunehmen. Durch ein stärkeres Produktivitätswachstum würde nicht nur das materielle Wohlstandsniveau erhöht, sondern auch die Bewältigung zukünftiger Herausforderungen wie etwa der demografischen Alterung deutlich erleichtert.

---

## Meinung

---

### **Deutsches Wirtschaftswachstum: solide, aber ausbaufähig**

Die deutsche Wirtschaft befindet sich in einer guten Verfassung. Mit einem saison-, kalender- und preisbereinigten Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 0,7 % im vierten Quartal hat das Jahr 2014 einen versöhnlichen Ausklang genommen. Im Jahresdurchschnitt hat sich die Wirtschaftsleistung mit 1,6 % stärker erhöht als von vielen zuvor erwartet. Damit trotzte die Volkswirtschaft den Belastungen, die insbesondere von der Ukrainekrise und den Bürgerkriegen im Nahen Osten ausgingen.

Die Selbsteinschätzung der Wirtschaftslage ist in Deutschland insgesamt positiv. Verglichen mit den europäischen Nachbarstaaten ist nicht nur das Wachstumstempo überdurchschnittlich, auch haben sich zahlreiche Wirtschaftsindikatoren besser entwickelt als noch im Herbst. Der Arbeitsmarkt zeigt sich in seiner besten Verfassung seit den 1980er Jahren, die internationale Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands ist ausgeprägt, gleichzeitig sind Unternehmen, Privathaushalte und Staat finanziell gesund aufgestellt.

Auch für 2015 sind die Wirtschaftsaussichten günstig. Die Erholung im Euroraum dürfte weiter voranschreiten, wengleich der unverändert hohe Reformbedarf in den wirtschaftlichen Schwergewichten Italien und Frankreich sowie die weiterhin noch unklare Zukunft Griechenlands im Euroraum einem dynamischen Wachstum im Weg stehen. Positiv auf die Konjunktur wirken demgegenüber die Ab-

schwächung des Euro, die die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Exporte erhöht, und der niedrige Preisanstieg, der die Kaufkraft der privaten Haushalte stärkt.

Die Prognose des BVR vom vergangenen Dezember in Höhe 1,3 % für den Anstieg des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts in Deutschland im Jahr 2015 ist nach der günstigen Entwicklung der Konjunkturindikatoren der vergangenen Wochen nach unten gut abgesichert. Sollte es gelingen, zeitnah eine Verständigung mit Griechenland über eine Fortsetzung des Reformkurses zu erreichen, würde dies die konjunkturelle Erholung stützen. In diesem Fall ist ein Wachstum von mindestens 1,5 % zu erwarten.

### **Trendwachstum bescheiden**

Doch steht dem kurzfristig eher freundlichen Konjunkturausblick eine längerfristig bescheidene Performance der deutschen Volkswirtschaft gegenüber. Was das Wirtschaftswachstum angeht, ist Deutschland ein Scheinriese. Im Vergleich der europäischen Nachbarn ist Deutschland zwar ein Outperformer, der Euroraum darf aufgrund seiner strukturellen Schwächen aber nicht die Messlatte sein, mit der sich Deutschland vergleichen sollte.

Einen ersten Eindruck liefert die längerfristige Entwicklung des deutschen Bruttoinlandsprodukts. Der Wachstumspfad Deutschlands verläuft seit dem Jahr 2011 sehr flach (wegen der logarithmischen Skala entspricht die Steigung der blauen Kurve dem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts).

## Meinung

Das hohe Wachstum in 2010 und 2011 hat ausge- reicht, den Produktionseinbruch des Krisenwinters 2008/09 wieder auszugleichen. An den Wachs- tumspfad der Jahre vor der Krise konnte Deutsch- land allerdings nicht mehr anknüpfen. Über die ver- gangenen zehn Jahre hinweg erreichte Deutsch- land im Durchschnitt ein jährliches Wachstum des Bruttoinlandsproduktes von 1,2 %. Dies entspricht in etwa auch dem Trendwachstum seit der deut- schen Wiedervereinigung. In den 1980er Jahren hatte das Wachstum demgegenüber noch 2,3 % und in den 1970er Jahren 2,9 % betragen.

### Niedriges Trendwachstum nicht nur Folge der Krise

Nun liegt es auf den ersten Blick nahe, die unbe- friedigende Wachstumsperformance der vergange- nen Jahre auf die Auswirkungen der Krise zurück- zuführen. Die Verwerfungen der tiefen Rezession, die Unsicherheiten über die Perspektiven des Eu- roraums während der Schuldenkrise und die anhal- tende Schwächung der Wirtschaft des Euroraums

haben sicher ihre Spuren hinterlassen.

Doch hat die Wachstumsschwäche Deutschlands schon lange vor der Finanzkrise begonnen. Dies zeigt ein Vergleich mit den USA, die trotz zahlrei- cher eigener Schwächen, wie beispielsweise bei der Qualität der Infrastruktur oder der Bildungseinrich- tungen, eine gute Benchmark für Vergleiche lang- jähriger Trends darstellen.

Gemessen am preisbereinigten Bruttoinlandspro- dukt pro Kopf hat Deutschland seinen Abstand zu den USA bis in die 1980er Jahre hinein verringern können. Das Bruttoinlandsprodukt ist ein ge- bräuchlicher Indikator sowohl für die wirtschaftli- che Leistungsfähigkeit der Wirtschaft als auch für das materielle Wohlstandsniveau. Seit Anfang der 1990er Jahre ist das Pro-Kopf-BIP in den USA im Trend schneller gewachsen als in Deutschland und der Abstand hat sich entsprechend vergrößert. Hatte Deutschland in den 1980er Jahren in der Spitze mehr als 95 % des US-Niveaus erreicht, sind es heute weniger als 80 %.



## Meinung

Der Abstand zu den USA sollte mit Vorsicht interpretiert werden. Er hängt davon ab, mit welchem Wechselkurs Dollar in Euro umgerechnet werden. Hier wurde der durchschnittliche Kurs der ersten 15 Jahre des Euro verwendet. Für die Frage des Entwicklungstrends, des relativen Wachstums, ist allerdings nicht der Abstand entscheidend, sondern die Frage, ob die Kurven sich annähern oder voneinander entfernen.

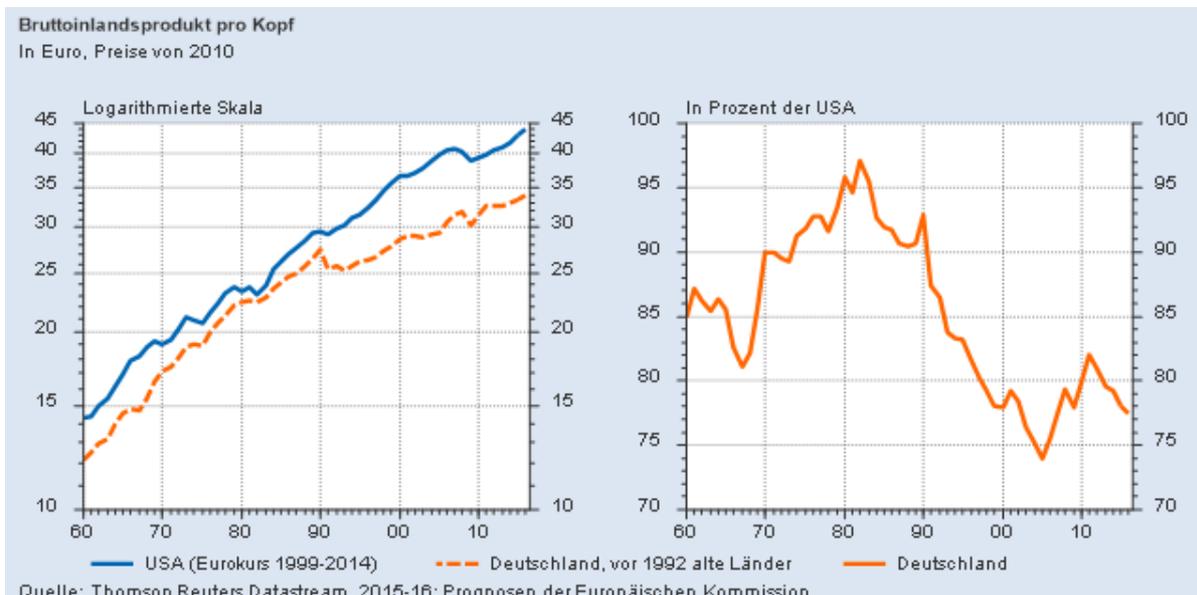
Nun muss es nicht zwangsläufig Ziel der Wirtschaftspolitik sein, in der Pro-Kopf-Produktion mit den USA gleichzuziehen. Denn die geringere Produktion kann auch unterschiedliche Bedürfnisse der Bürgerinnen und Bürger widerspiegeln. So mag es sein, dass aufgrund einer höheren Wertschätzung von Freizeit in Deutschland weniger Ressourcen in die Produktion fließen, ohne dass hiermit ein Nachteil verbunden wäre. Auch spielen in den USA über den marktbezogene haushaltsnahe Dienstleistungen eine größere Rolle als in Deutschland, beispielsweise in der Kinderbetreuung, wobei

letztere aufgrund von Messbarkeitsproblemen nicht im Bruttoinlandsprodukt erfasst werden. Insofern darf ein einfacher Vergleich des Pro-Kopf-BIPs nicht überinterpretiert werden.

Doch lässt sich die deutsche Wachstumsschwäche mit solchen Überlegungen nicht wegdiskutieren. Dies zeigt sich, wenn das Wirtschaftswachstum aufgespalten wird in die Beiträge, die von den Einsatzmengen der Ressourcen Arbeit und Kapital abhängig sind und dem übrigen Wachstumsbeitrag, der Totalen Faktorproduktivität (TFP), die als Maß für den technischen Fortschritt oder die Effizienz des Ressourceneinsatzes gebräuchlich ist.

### Innovationen entscheidender Wachstumstreiber

Auf Dauer ist Wirtschaftswachstum bei einer gegebenen Bevölkerung nicht durch einen höheren Ressourceneinsatz möglich. Die zur Arbeit zur Verfügung stehende Zeit ist begrenzt, und auch die Möglichkeiten, durch Investitionen den Kapital-



---

## Meinung

---

stock zu erhöhen, erschöpfen sich allmählich. Ein immer höherer Kapitaleinsatz pro Beschäftigtem erbringt eine immer geringere zusätzliche Produktion (sinkende Grenzproduktivität).

Die einzige dauerhaft wirksame Quelle des Wirtschaftswachstums ist der technische Fortschritt. Die effektivere Nutzung der Ressourcen, wie sie durch Innovationen von Produkten und Prozessen sowie durch zusätzliche Fertigkeiten der Arbeitskräfte erreicht werden kann, war auch der entscheidende Wachstumsfaktor seit der industriellen Revolution.

Und das Wachstumstempo war lange Zeit atemberaubend. Nach Schätzungen des Wirtschaftshistorikers Angus Maddison (The World Economy. A Millennial Perspective, OECD, 2001) dürfte das jährliche Wirtschaftswachstum pro Kopf der Bevölkerung vom Mittelalter bis zur industriellen Revolution (1000-1820) zwischen 0,1 und 0,2 % pro Jahr gewachsen sein, während es sich zwischen 1820 und dem Millennium auf 1,5 % belief. Eine solche Wachstumsrate verdoppelt das Wohlstandsniveau innerhalb von knapp 50 Jahren statt alle knapp 500 Jahre in den Jahrhunderten davor. Von 1820 bis zum Jahrtausendwechsel erhöhte sich der materielle Wohlstand in Deutschland auf das 16-fache.

Die höchste Phase des Produktivitätswachstums begann zwischen der Jahrhundertwende und dem ersten Weltkrieg und endete mehr als ein halbes Jahrhundert später Anfang der 1970er Jahre (Robert J. Gordon, „One Big Wave“ in Long-term U.S. Productivity Growth, 2000). Diese Berechnungen beruhen zwar auf US-Daten, die Entwicklun-

gen in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürften aber im langfristigen Trend ein ähnliches Bild zeichnen.

### **Deutschland nutzt Potentiale nicht voll aus**

Interessant ist die Frage, wie sich Deutschland bei der Entwicklung der TFP im internationalen Vergleich geschlagen hat, wobei sich die USA als Technologieführer als Vergleichsmaßstab anbieten. Das Ergebnis ist ernüchternd. Das niedrige Wachstum der Produktivität ist das Kernproblem der Wachstumsschwäche in Deutschland und noch stärker im Euroraum.

Von der Nachkriegszeit bis in die 1990er Jahre hinein war zunächst ein Aufholen Deutschlands in Form eines stärkeren Produktivitätswachstums zu beobachten, wie dies auch zu erwarten war angesichts eines sich allmählich schließenden Wissensrückstands gegenüber dem Technologieführer (Catching-up). Seit 1995 hat sich die Entwicklung umgekehrt und der Produktivitätsfortschritt erfolgt in den USA schneller, so dass sich die Lücke zu den USA öffnet.

Die Veränderungen sind langsam, erreichen kumuliert über die Dekaden jedoch ein beachtliches Ausmaß. In den 20 Jahren von 1995 bis 2015, wobei die aktuellen Werte Prognosen der Europäischen Kommission entsprechen, ist die Produktivität in Deutschland um gut 10, in den USA aber um mehr als 20 % gestiegen. Das Produktivitätswachstum übersetzt sich 1:1 in ein höheres Wirtschaftswachstum. Wäre die Produktivität in Deutschland so stark

## Meinung

wie in den USA gestiegen, wäre das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf heute mehr als 10 % höher.

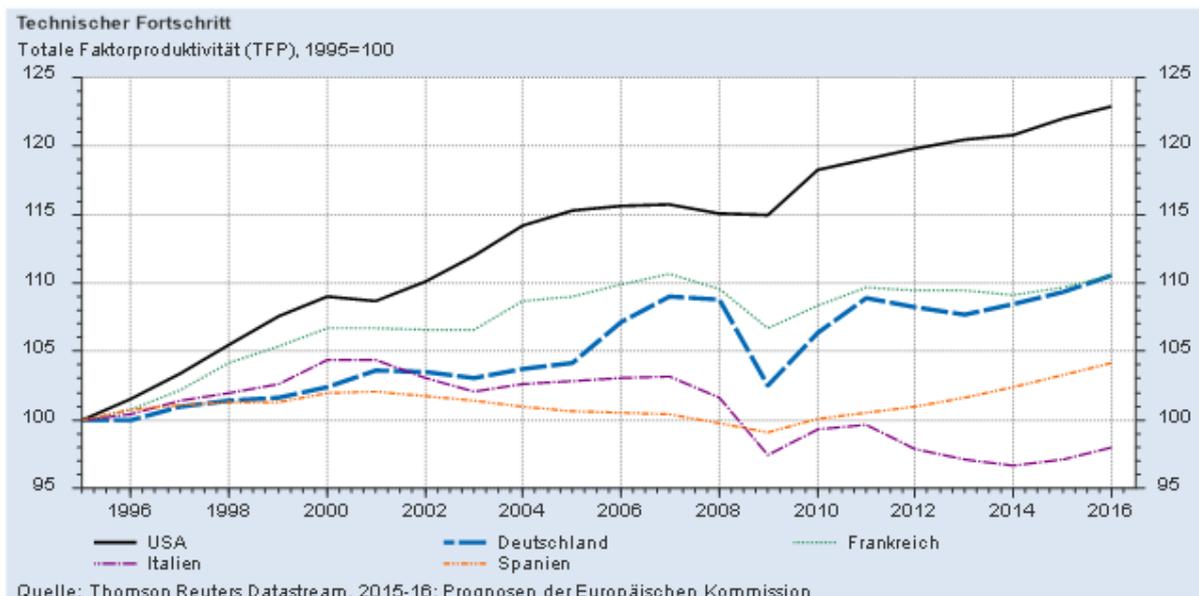
Dabei steht Deutschland im europäischen Vergleich noch gut da. Das Produktivitätswachstum Deutschlands ist mit dem Frankreichs vergleichbar sowie ebenfalls mit den Niederlanden, Belgien und Österreichs (nicht in der Abbildung dargestellt). Die einzigen Länder des Euroraums mit einem ähnlich hohen Produktivitätsanstieg wie in den USA sind Irland und Finnland. Demgegenüber ist sie in Spanien in den vergangenen 20 Jahren nur um 4 % gestiegen und in Italien sogar wie auch in Zypern und Luxemburg (nicht in der Abbildung dargestellt) sogar leicht um 2 % zurückgegangen.

Besonders schwach verlief die Produktivitätsentwicklung in den vergangenen 10 Jahren mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum der Faktorproduktivität von 0,08 % im Euroraum (Deutschland: 0,48 %). Hierbei spielt aber auch die Wirtschaftsschwäche im Euroraum eine wichtige Rolle.

Die Produktivitätsentwicklung schwankt gleichgerichtet mit der Konjunktur. Ein Wirtschaftseinbruch führt zu einer Unterauslastung sowohl von Arbeit als auch von Kapital, während umgekehrt im Aufschwung die Ressourcen zunächst intensiver verwendet werden, bevor die Kapazitäten über Investitionen und Einstellungen von Arbeitskräften erweitert werden. Insofern dürfte im Zuge der Erholung der Wirtschaft des Euroraums mit einer besseren Produktivitätsperformance einhergehen, die aber die strukturellen Schwächen nicht überdecken können wird.

### Wirtschaftspolitik gefordert

Obwohl das Produktivitätswachstum eine zentrale Rolle in der langfristigen Entwicklung der Wirtschaft einnimmt, kommt ihm in der Wirtschaftspolitik, auch in Deutschland, nicht die herausragende Rolle zu, die es verdient. Das Ergebnis ist Ineffizienz: Wachstumschancen werden vergeben und die Bewältigung von Zukunftsherausforderungen, wie



---

## Meinung

---

etwa des demographischen Wandels, unnötig erschwert.

Nun gibt es keinen Schalter, der nur umgelegt werden muss, um ein höheres Wachstum zu erzielen. Doch legt die empirische Forschung Handlungsfelder nahe, die mit hoher Wahrscheinlichkeit positive Wachstumswirkungen bewirken können. Viele Bereiche werden von der Bundesregierung im Rahmen ihrer im vergangenen Jahr beschlossenen digitalen Agenda angesprochen.

### **Digitalisierungshemmnisse abbauen**

Ein Treiber des Produktivitätswachstums insbesondere bei Dienstleistern ist die Digitalisierung. Deren Vorteile werden in Europa und auch in Deutschland noch nicht ausreichend zur Geltung gebracht (Bart van Ark, Productivity and Digitalisation in Europe, Conference Board 2014 und Robert Atkinson, Raising European Productivity Growth Through ICT, ITIF, 2014).

Ein Hindernis für die stärkere Nutzung von IKT dürfte in der Fragmentierung der Dienstleistungsmärkte in Europa liegen oder auch in Regulierungen, die den Marktzugang oder die Unternehmensgröße begrenzen, sodass sich der Einsatz digitaler Technologien ökonomisch nicht rechnet. Voraussetzung für die Nutzung der Produktivitätschancen ist auch, dass weniger produktive Unternehmen schnell genug durch produktivere ersetzt werden können, und dass der Arbeitsmarkt hinreichend flexibel ist, damit qualifizierte Arbeitskräfte auch in produktivere Tätigkeiten gelenkt werden.

Deutschland hat im vergangenen Jahrzehnt umfangreiche Strukturreformen durchgeführt, deren Erfolg inzwischen nicht mehr kontrovers ist.

Dadurch ist der Nachholbedarf deutlich geringer als in den meisten anderen Staaten des Euroraums. Doch sollte nun, acht Jahre nach der letzten tiefgreifenden Strukturreform (Rente mit 67), geprüft werden, welche Wachstumsbremsen noch bestehen, damit diese schrittweise behoben werden können.

### **Mehr Investitionen in IKT und die Infrastruktur**

Des Weiteren wird die Produktivität durch das Ausmaß der Investitionen in die modernen Techniken beeinflusst. Hier hinken Deutschland und die europäischen Nachbarstaaten hinter den USA her. Der Einfluss auf von IKT-Investitionen auf das Wirtschaftswachstum darf nicht unterschätzt werden. In Deutschland machten sie 2012 nur 9 % der Investitionen aus, dennoch lag ihr Beitrag zum Wirtschaftswachstum nach Berechnungen der OECD (Measuring the Digital Economy, 2014) weit höher als das der übrigen Investitionen.

Mehr Investitionen erhöhen die Kapitalintensität und damit auch die Produktivität der eingesetzten Arbeit. Hierbei wirken betriebliche Investitionen ergänzend zu Investitionen in die Infrastruktur. Insbesondere der geplante Ausbau des Breitbandnetzes dürfte eine stark unterstützende Wirkung auf die stärkere Nutzung der Möglichkeiten moderner IKT auch in kleineren und mittleren Unternehmen haben.

---

## Meinung

---

### Investitionen in Bildung

Neben physischen Investitionen sind auch Ausgaben zur Verbesserung der Qualität der Arbeit ein wichtiger Treiber des Produktivitätsfortschritts. In den beiden Jahrzehnten vor der Finanzkrise (1983-2004) hat die Verbesserung der Qualifikation in Europa etwa ein Drittel des Produktivitätsfortschritts ausgemacht (Guido Schwerdt, Jarkko Turunen, Growth in Euro Area Labour Quality, ECB, 2006). Deutschland schneidet hierbei deutlich schlechter ab als Frankreich und auch nicht besser als Italien. Beginnend von der Grundschulbildung bis hin zur beruflichen Fortbildung gibt es zahlreiche Möglichkeiten zu Verbesserungen. Besonders wichtig für die Produktivität sind demnach die tertiäre Bildung und Berufserfahrung.

Auch künftig wird die Nachfrage nach qualifizierter Arbeit stärker steigen als nach einfachen Tätigkeiten. Deutschland hat spätestens seit dem ersten Pisa-Test im Jahr 2000 viele Anstrengungen unternommen, um Defizite abzubauen und seine Position auch verbessert. Besondere Anstrengungen sind aber insbesondere nötig, um ähnliche Bildungschancen für Schüler aus unterschiedlichen sozialen Schichten zu gewährleisten und die Gefahr beruflicher Auszeiten durch Langzeitarbeitslosigkeit weiter zu vermindern.

### Beschäftigungspotentiale besser nutzen

Jenseits der Möglichkeiten, mehr Wachstum durch eine Erhöhung der Produktivität zu erreichen, kann mehr Wachstum auch durch eine bessere Aus-

schöpfung der Beschäftigungsreserven erreicht werden. Seit Mitte des vergangenen Jahrzehnts trägt die Ausweitung des Arbeitsvolumens (geleisteten Arbeitsstunden in der Volkswirtschaft) etwa ein Drittel des Wirtschaftswachstums. Aufgrund der demographischen Alterung dürfte der Beitrag der Beschäftigung zum Wachstum aber perspektivisch deutlich zurückgehen.

Besonders stark erfolgte das Beschäftigungswachstum im Bereich Information und Kommunikation sowie bei Unternehmensdienstleistern, aber auch im Bereich des Sozialwesens, während die Beschäftigung in der Industrie stagnierte. Die Zahl der Erwerbstätigen ist von 39 Mio. in 2005 auf einen Höchststand von 43 Mio. Ende 2014 gestiegen. Doch steht dieser Ausweitung der Erwerbstätigkeit aufgrund des Trends zur Teilzeitarbeit ein fortgesetzter Rückgang der Arbeitsstunden pro Beschäftigtem gegenüber.

Die Entscheidung zur verkürzten Arbeitszeiten ist oft aber nicht immer im Sinne des Arbeitnehmers. Neben weiteren Fortschritten bei der Kinderbetreuung kann auch durch eine Überprüfung des Steuer- und Abgabensystems versucht werden, Fehlanreize abzubauen, die das Arbeitsangebot dämpfen, um so weitere Beschäftigungsreserven zu erschließen.

#### Autor:

Dr. Andreas Bley

Mail: [a.bley@bvr.de](mailto:a.bley@bvr.de)

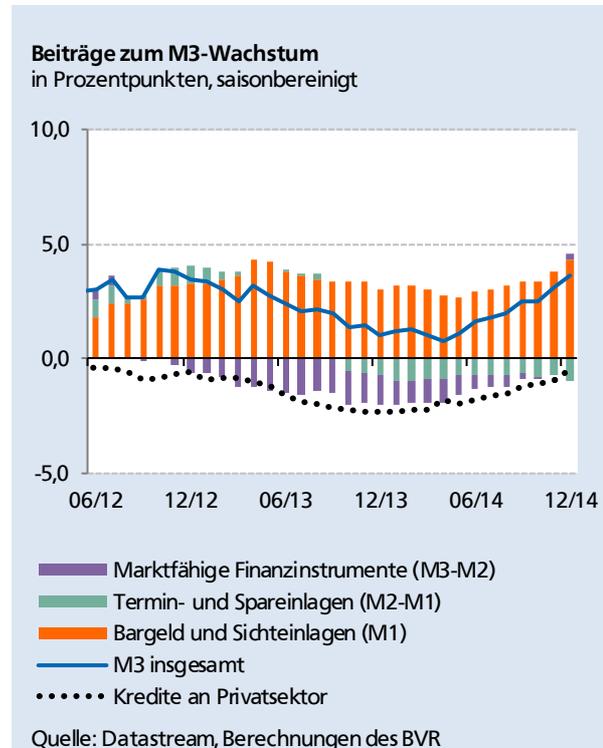
## Geldmenge

### Ermutigende Zeichen von der Kreditvergabe

Bei der Kreditvergabe im Währungsraum kündigt sich die Trendwende an. Seit Sommer 2014 schwächt sich die Kontraktion der Kreditsumme der Banken an Unternehmen und private Haushalte im Währungsraum ab. Nach den Zahlen der Europäischen Zentralbank (EZB) lag der Kreditbestand nur noch 0,5 % unter seinem Vorjahreswert. Im Oktober und November hatte die Jahreswachstumsrate der Kreditbestände an den Privaten Sektor des Euroraumes noch bei -1,1 bzw. -0,9 % gelegen. Der Monatsvergleich der Kreditvergabe an den Unternehmenssektor zeigt ebenfalls eine sich bessernde Lage: Im Dezember 2014 vergaben die Banken 11 Mrd. Euro mehr an Unternehmenskrediten als im November. Getragen wurde der Anstieg insbesondere von kurzfristigen (+10 Mrd. Euro) und langfristigen (+5 Mrd. Euro) Unternehmenskrediten. Die Kreditvergabe an private Haushalte expandierte zum Jahresausklang um 1 Mrd. Euro und fiel damit 2 Mrd. Euro höher aus als einen Monat zuvor.

### Geldmengenwachstum legt weiter zu

Das Wachstum der Geldmenge M3 für den Monat Dezember übertraf die Markterwartungen leicht. Mit 3,6 % fiel das Wachstum des breit abgegrenzten Geldmengenaggregats M3 einen halben Prozentpunkt höher aus als im November. Die Geldmenge M3 umfasst Sicht-, Termin- und Spareinlagen sowie marktfähige Finanzinstrumente. Getragen wurde das Geldmengenwachstum, wie bereits in den vergangenen Monaten, von der besonders



liquiden Geldmenge M1. Sie lieferte mit 4,3 Prozentpunkten den größten Beitrag zum Wachstum von M3 bei. Einen Monat zuvor hatte dieser noch bei 3,8 Prozentpunkten gelegen. Termin- und Spareinlagen drückten das M3-Wachstum hingegen mit -1,0 Prozentpunkten stärker als im November (-0,7 Prozentpunkte). Die marktfähigen Finanzinstrumente trugen im Dezember 0,3 Prozentpunkte zum Gesamtwachstum bei. Der aufwärts gerichtete Trend der Geldmenge M3 spricht momentan gegen eine ernsthafte Deflationsgefahr im Währungsraum.

### BVR-Zins Tacho legt leicht zu

Der leichte Abwärtstrend des BVR Zins-Tachos ist vorerst beendet. Für die vergangenen zwei Monate verzeichnete das Barometer zur Messung

## Geldpolitik und Geldmarkt

des mittelfristigen Inflationsziels im Währungsraum einen leichten Anstieg um zwei Basispunkte auf 46 Zähler. Der Tacho signalisiert damit entgegen der aktuellen Sorgen über eine drohende Deflation einen etwas zunehmenden Inflationsdruck für den Euroraum. Absolut betrachtet befindet sich das Barometer aber weiterhin auf einem moderaten Niveau. So signalisiert der Zins-Tacho weder ein erhöhtes Deflations- noch Inflationsrisiko für den Euroraum. Der jüngste Anstieg ist auf die sich besse- rende Konjunktur im Euroraum zurückzuführen. In der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres hatten noch sich eintrübende Konjunkturaussichten sowie der stark sinkende Ölpreis den Tacho von 50 Zählern im Juli auf 44 Punkte im Dezember gedrückt.

### Geldmarktzinsen gehen leicht zurück

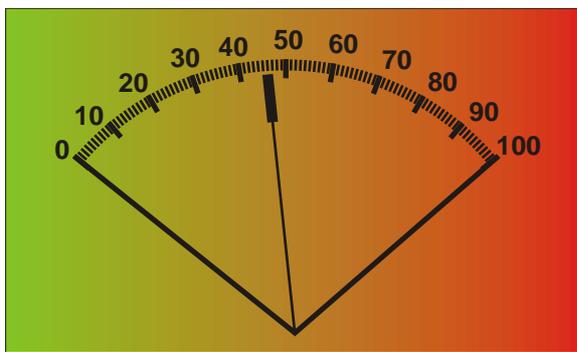
Die Zinsen auf dem europäischen Geldmarkt sind im Februar leicht zurückgegangen. Insbesondere am langen Ende sanken die Zinsen für Terminge-

schäfte. So fiel der Zinssatz für Zwölfmonatsgelder im Monatsverlauf um 2 Basispunkte auf 0,25 %. Der 3 Monats-Euribor sank hingegen um 1 Basis- punkt im Vergleich zum Vormonatsultimo um 1 Basispunkt auf knapp 0,05 %. Der Tagesgeldsatz EONIA blieb unterhalb der Nullzinsmarke bei rund -0,05 %.

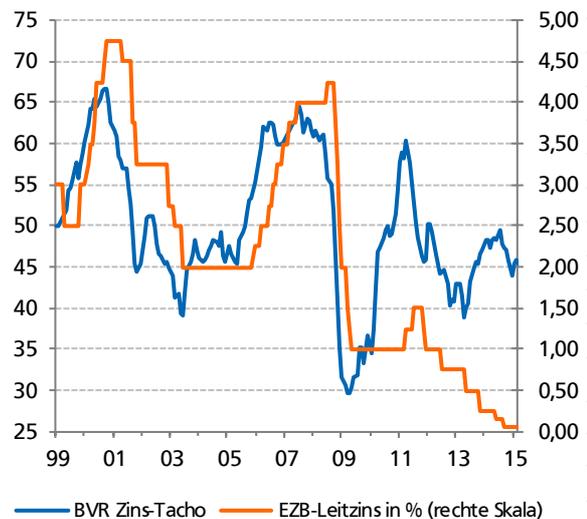
### Griechenland hält Europa in Atem

Der Streit Griechenlands mit der Eurozone hatte im Februar zwischenzeitlich dramatische Züge ange- nommen. Griechenland benötigte dringend die Zu- sage weiterer Hilfszahlungen von seinen europäi- schen Partnern, um der Staatspleite zu entgehen. Das alte Hilfsprogramm wäre am 28. Februar 2015 ausgelaufen. Eine ausreichende Finanzierung des griechischen Staates für die Zeit danach war nicht gegeben. Nach langem Hin und Her einigten sich schließlich die Finanzminister der Euro-Gruppe mit der neuen Regierung Griechenlands unter Alexis

**BVR Zins-Tacho**



	Dez 14	Jan 15	Feb 15
BVR Zins-Tacho	44	45	46
Konjunktur (50 %)	48	50	51
Preise/Kosten (40 %)	40	40	40
Liquidität (10 %)	40	42	42



Der BVR Zinstacho ist ein Indikator für die Inflationsrisiken im Euroraum. Ein Anstieg des BVR Zins-Tachos zeigt steigende, eine Abnahme sinkende Inflationsrisiken an. Eine detaillierte Beschreibung des BVR Zinstachos befindet sich im BVR Volkswirtschaft special Nr. 13/2007

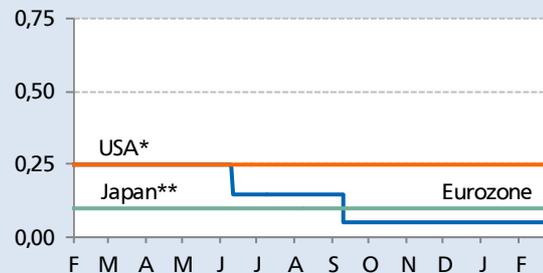
## Geldpolitik und Geldmarkt

Tsipras auf eine Verlängerung des aktuellen Hilfspakets um vier Monate bis Ende Juni.

Die griechische Regierung musste für neue Finanzhilfen deutliche Zugeständnisse machen. So knüpfen die Reformen an die bisherigen Auflagen an. Dazu gehört auch, dass die Griechen die mit der Troika, die auf Wunsch Griechenlands nun „Institutionen“ genannt wird, einst ausgehandelten Haushaltsziele weiterhin einhalten müssen. Eine Ausnahme gilt jedoch: Für 2015 können „besondere wirtschaftliche Umstände“ geltend gemacht werden. Griechenland darf wohl damit unter Umständen in diesem Jahr einen niedrigeren Primärüberschuss, d.h. Haushaltsüberschuss vor Zinszahlungen, erzielen. Für die kommenden Jahre soll aber weiterhin ein Primärüberschuss von 4,5 % gelten. Darüber hinaus verpflichtete sich die griechische Regierung, Steuerflucht und Korruption entschieden zu bekämpfen. Zudem soll die Verwaltung verschlankt, weite Teile des Justizwesens reformiert und das Katasterwesen neu aufgestellt werden. Schließlich sagten die Griechen zu, dass abgeschlossene Privatisierungen nicht zurückgedreht werden und der Mindestlohn nur nach enger Rücksprache mit den europäischen Partnern erhöht werden soll.

Die im Detail bis zum Schluss recht vage gebliebene Reformliste wurde durch Fachleute der Troika (Kommission, EZB und IWF) sowie der Euro-Gruppe geprüft und nach Anpassungen akzeptiert. Diverse nationale Parlamente, wie z.B. der Deutsche Bundestag, müssen der Verlängerung diese Woche noch zustimmen.

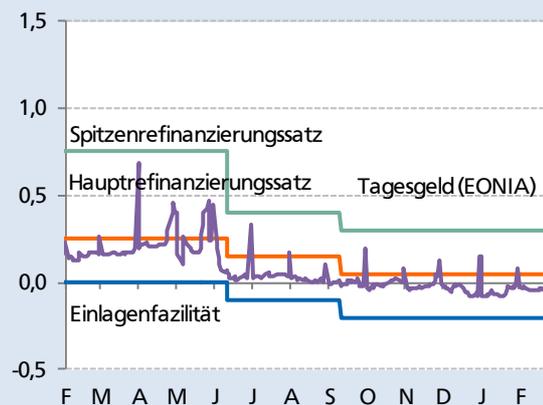
**Notenbankzinsen international**  
in %



\*Die Federal Reserve hat seit 16.12.2008 einen Zielbereich von 0-0,25 % für die Federal Funds Target Rate festgesetzt. \*\*Die Bank of Japan hat seit 19.12.2008 ein Tagesgeld-Zielbereich von rund 0,1 % festgesetzt.

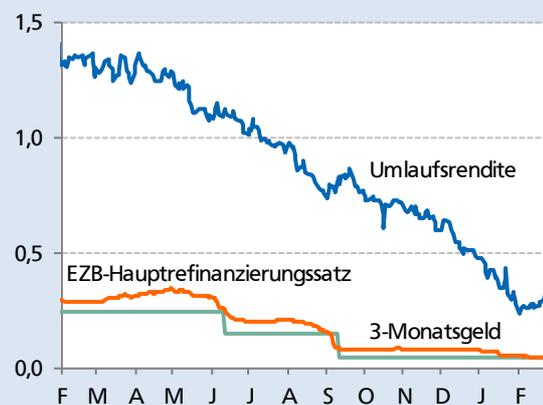
**Wichtige Zinsen im Euroraum**

Zinssätze in %



**Geld- und Kapitalmarkt**

Zinssätze in %



Quelle: Datastream

## Rentenmarkt

### Griechenland hält Rentenmarkt in Atem

Griechenland war das große Thema im Februar am Rentenmarkt. Insbesondere griechische Staatsanleihen waren ein Spielball des Verhandlungsstandes zwischen der Euro-Gruppe und der griechischen Regierung unter Alexis Tsipras. Die Renditen griechischer Staatsanleihen verzeichneten im Monatsverlauf sowohl nach unten als auch nach oben gewaltige Ausschläge von bis zu 138 Basispunkten auf Wochensicht. Am Ende sorgte die Einigung der Konfliktparteien für ein versöhnliches Ende dieses turbulenten Monats für griechische Staatspapiere. Die Rendite von griechischen Staatspapieren mit einer Restlaufzeit von 5 Jahren pendelte sich Ende Februar bei 10,81 % ein. Das waren 4 Prozentpunkte weniger als zum Vormonatsultimo.

Die Renditen von Bundesanleihen haben sich im Februar über die verschiedenen Laufzeiten uneinheitlich entwickelt. Während kurzlaufende Staatspapiere aus Deutschland Renditerückgänge verzeichneten, legten die Renditen von Bundesanleihen mit längerer Laufzeit zu. Getrieben wurden die Renditen am langen Ende unter anderem von den Entwicklungen in den USA. Hier verzeichneten US-Trasuries deutliche Renditeanstiege nach guten US-Konjunkturdaten.

Die Umlaufrendite börsennotierter Bundesanleihen stieg im Februar um 3 Basispunkte auf 0,31 %. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen kletterte um 6 Basispunkte auf 0,37 %. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen erhöhte sich um 33 Basispunkte auf 1,97 %.

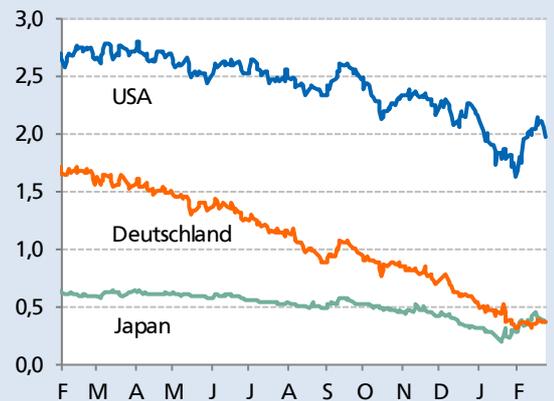
### Zinsstruktur am Rentenmarkt

Spread Bundesanleihen mit Restlaufzeiten 10/1 Jahr, in %



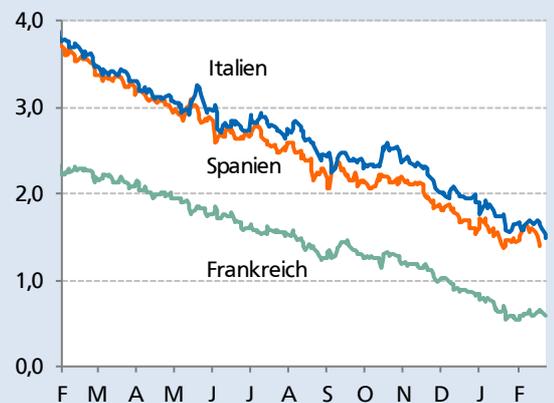
### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



Quelle: Datastream

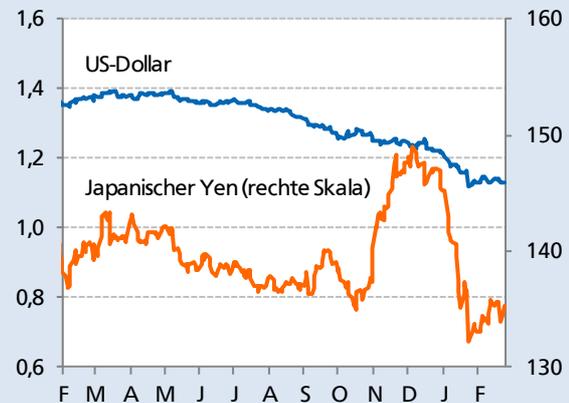
## Devisenmarkt

### Euro bleibt bei 1,13 US-Dollar

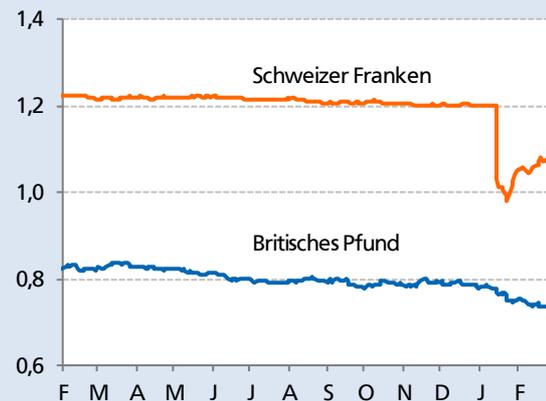
Der Euro hat sich im Februar in engen Bahnen um die Marke von 1,13 US-Dollar bewegt. Die Gemeinschaftswährung wurde dabei von den Hoffnungen und Ängsten in Bezug auf den griechischen Schuldenstreit sowie den wackeligen Friedensprozess in der Ukraine getrieben. Unterstützung erhielt der Euro aus den USA. Spekulationen auf eine doch etwas später erfolgende US-Zinserhöhung gaben der Gemeinschaftswährung vorübergehend leichten Auftrieb. Gleichwohl blieben die Belastungen für den Euro angesichts divergierender Geldpolitiken dies- wie jenseits des Atlantiks hoch. Im Vergleich zum Vormonatsultimo lag der Euro nach Zahlen der EZB nahe seinem Vormonatsultimo bei 1,13 US-Dollar.

Gegenüber der schwedischen Krone verzeichnete der Euro hingegen ein deutliches Kursplus. Mit 9,63 Kronen je Euro war sie am Donnerstag, dem 12. Februar, auf ein Viereinhalb-Jahrestief gegenüber dem Euro gefallen. Die schwedische Notenbank hat im Februar zu drastischen Mitteln im Kampf gegen steigende Deflationsrisiken gegriffen. Sie senkte den Leitzins in der abgelaufenen Woche um 0,1 Prozentpunkte auf -0,1 %. Sie ist damit die erste Notenbank überhaupt mit einem negativen Hauptfinanzierungssatz. Zudem beschlossen die schwedischen Notenbanker den Ankauf von nationalen Staatsanleihen in einem Umfang von 10 Mrd. Kronen. Das sind umgerechnet etwas mehr als 1 Mrd. Euro sind.

**Euro-Wechselkurs (I)**  
Ausländerwährung pro Euro



**Euro-Wechselkurs (II)**  
Auslandswährung pro Euro



**Effektiver Wechselkurs des Euro\***  
in EUR, Quartal 1, 1999 = 100



\*Nominale Wertentwicklung des Euro gegenüber den 19 wichtigsten Handelspartnern des Euroraums. Eine Bewegung nach oben entspricht einer Aufwertung des Euro  
Quelle: Datastream

## Aktienmarkt

### DAX stürmt auf neues Allzeithoch

Trotz zweier gewichtiger Unsicherheitsfaktoren hat der DAX im Februar historische Höhen erklommen. Zwar hatte der Konflikt zwischen Griechenland und den Euro-Staaten im Februar immer wieder für Verwirrung und Unsicherheit an den Finanzmärkten gesorgt. Auch der Ukraine-Konflikt bremste von Zeit zu Zeit den Aufwärtstrend des DAX ab. Allerdings ließen sich die Anleger davon nicht ihren Appetit auf Aktien verderben. Bei den Investoren herrschte einmütig ein robuster Optimismus vor. Eine besondere Rolle dürften dabei sowohl die Abwendung einer gefährlichen Zuspitzung der Konflikte der EU bzw. der Eurogruppe mit Russland bzw. Griechenland gespielt haben. Zum anderen stützte eine gute Konjunkturentwicklung in den USA und Deutschland den Deutschen Aktienindex. So fiel nicht nur der US-Arbeitsmarktbericht, sondern auch das deutsche BIP-Wachstum für das vierte Quartal besser aus als erwartet. Von der überraschenden Lockerung der Geldpolitik in Schweden ging zusätzlich ein positiver Impuls aus. Darüber hinaus belebte der Ausblick auf umfassende Anleihekäufe der EZB ab März 2015 die Kauflaune der Investoren auf beiden Seiten des Atlantiks.

Der deutsche Leitindex stieg bis zum 24. Januar um 4,8 % auf ein neues Allzeitschlusskurshoch von 11.206 Punkten. Der Dow Jones präsentierte sich ähnlich ambitioniert. Im Vergleich zum Vormonatsultimo kletterte der US-Index um 6,1 % auf 18.209 Punkte.

**Deutscher Aktienmarkt**  
Dax, 40-/200-Tagesschnitt



**Aktien im Euroraum**  
Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt



**Aktienmarkt USA**  
Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Datastream

## Eurokonjunktur

### Höherer BIP-Anstieg

Zum Jahresende 2014 ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Euroraums leicht beschleunigt expandiert. Wie Eurostat anhand erster Schätzungen mitteilte, legte das preis- und saisonbereinigte BIP gegenüber dem Vorquartal um 0,3 % zu, nachdem es im dritten Quartal um 0,2 % gestiegen war. Neben Deutschland (+0,7 %) trugen auch die Euroraum-Schwergewichte Frankreich (+0,1 %) und Spanien (+0,7 %) zum Wachstum bei. Zudem hat sich die Wirtschaftsleistung Italiens nach der technischen Rezession vom Sommerhalbjahr etwas stabilisiert (0,0 %). In Zypern (-0,7 %), Finnland (-0,3 %) und Griechenland (-0,2 %) ist die gesamtwirtschaftliche Produktion allerdings zurückgegangen. Im Jahresdurchschnitt 2014 hat sich die Wirtschaftsleistung des Euroraums um 0,9 % erhöht.

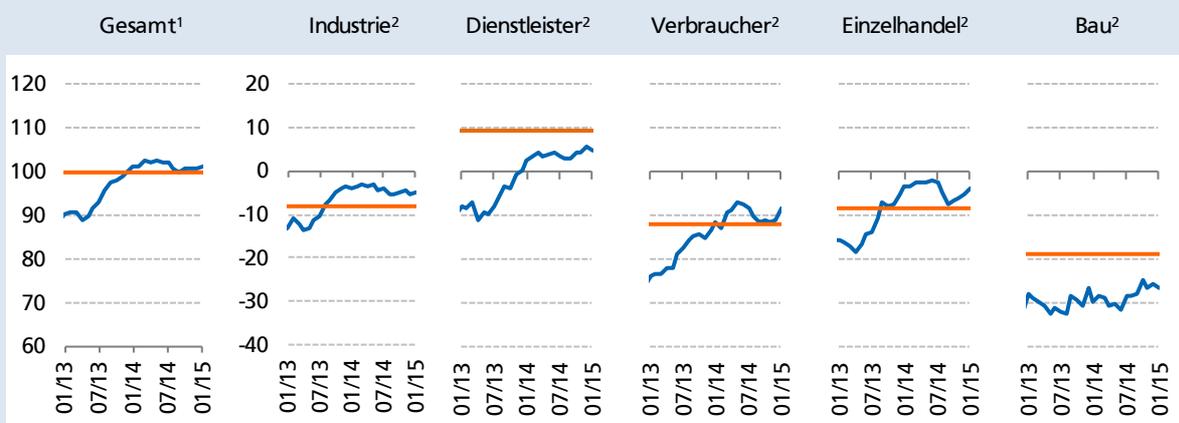
In diesem Jahr dürfte das BIP-Wachstum im Währungsraum etwas stärker als im Vorjahr ausfallen.

Dafür sprechen Faktoren wie die allmähliche Verbesserung der Arbeitsmarktlage und der gesunkene Ölpreis, die die Binnennachfrage stimulieren. Zudem ist angesichts des niedrigen Euro-Wechselkurses mit einer Belebung der Exporte aus dem Euroraum zu rechnen.

### Wirtschaftsklima etwas verbessert

Die wirtschaftliche Stimmung hat sich jüngst im Euroraum leicht verbessert. Der Wirtschaftsklimaindex ist von 100,6 Punkten im Dezember auf 101,2 Punkte im Januar gestiegen. In den vorangegangenen Monaten hatte der Klimaindikator noch stagniert. Im Januar zeigten sich in den einzelnen Wirtschaftsbereichen erneut unterschiedliche Trends. Während sich die Stimmung bei den Verbrauchern und im Einzelhandel aufhellte, hat sie sich bei den Dienstleistern und am Bau eingetrübt. In der Industrie blieb sie im Wesentlichen unverändert.

**Wirtschaftsklima im Euroraum**



1) Euroraum, in Punkten - Gewichtung: 40 % Industrievertrauen, 30 % Dienstleistungsvertrauen, 20 % Verbrauchervertrauen, 5 % Einzelhandelsvertrauen, 5 % Bauvertrauen

2) Saldo in Prozentpunkten (= Differenz aus positiven und negativen Antworten)

Quelle: Datastream

## Eurokonjunktur

### Stagnierende Industrieproduktion

Die Aufwärtsbewegung der **Industrieproduktion** des Euroraums hat sich im Dezember zunächst nicht fortgesetzt. Nach amtlichen Angaben blieb der Ausstoß gegenüber dem Vormonat in saisonbereinigter Rechnung unverändert. Zuvor war die Industrieproduktion drei Monate in Folge gestiegen. Für die nahe Zukunft legt die Entwicklung des **Order-Indikators** eher einen Anstieg als einen Rückgang der Produktion nahe. Der Indikator ist im Januar zwar gegenüber dem Vormonat leicht um 0,3 Punkte auf -14,8 Punkte gesunken. Er befindet sich aber weiterhin deutlich über seinem Vorjahresniveau.

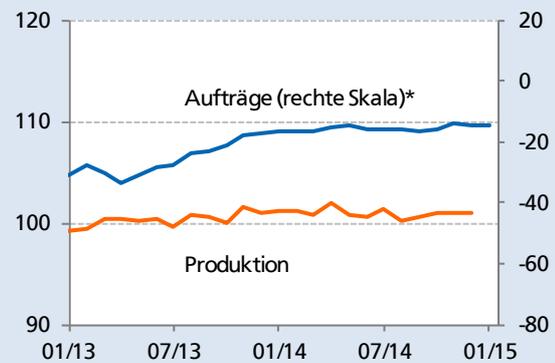
### Preise weiter im Sinkflug

Im Januar ist die Euroraum-Inflationsrate, basierend auf dem Harmonisierten **Verbraucherpreisindex**, gegenüber dem Vormonat um 0,4 Prozentpunkte auf -0,6 % gefallen. Abermals waren für den Rückgang in erster Linie die Energiepreise verantwortlich. Diese gaben im Januar (-9,3 %) deutlicher nach als zuvor (-6,3 %). Der Erzeugerpreisindex ist jüngst, im Dezember, um 2,7 % gesunken, nachdem er im November um 1,6 % zurückgegangen war.

### Leicht rückläufige Arbeitslosenquote

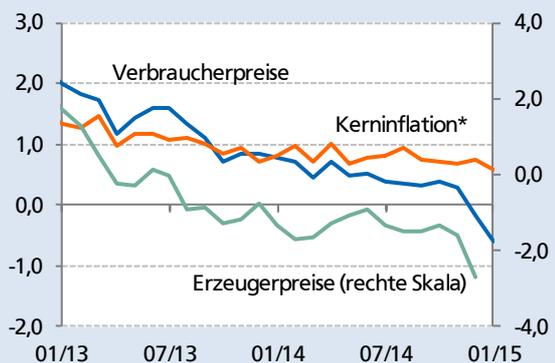
Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote hat sich im Euroraum zuletzt geringfügig von 11,5 % im November auf 11,4 % im Dezember vermindert. Die Arbeitslosenzahl lag im Dezember um 693.000 Menschen unter dem Vorjahresstand.

**Aufträge und Produktion**  
Euroraum, saisonbereinigt



\*Order-Indikator der EU-Kommission

**Verbraucher- und Erzeugerpreise**  
Euroraum, in % gg. Vorjahr



\*ohne Energie und unbearbeitete Lebensmittel

**Arbeitslosenquote**  
Euroraum, saisonbereinigt



Quelle: Datastream

## Deutsche Konjunktur

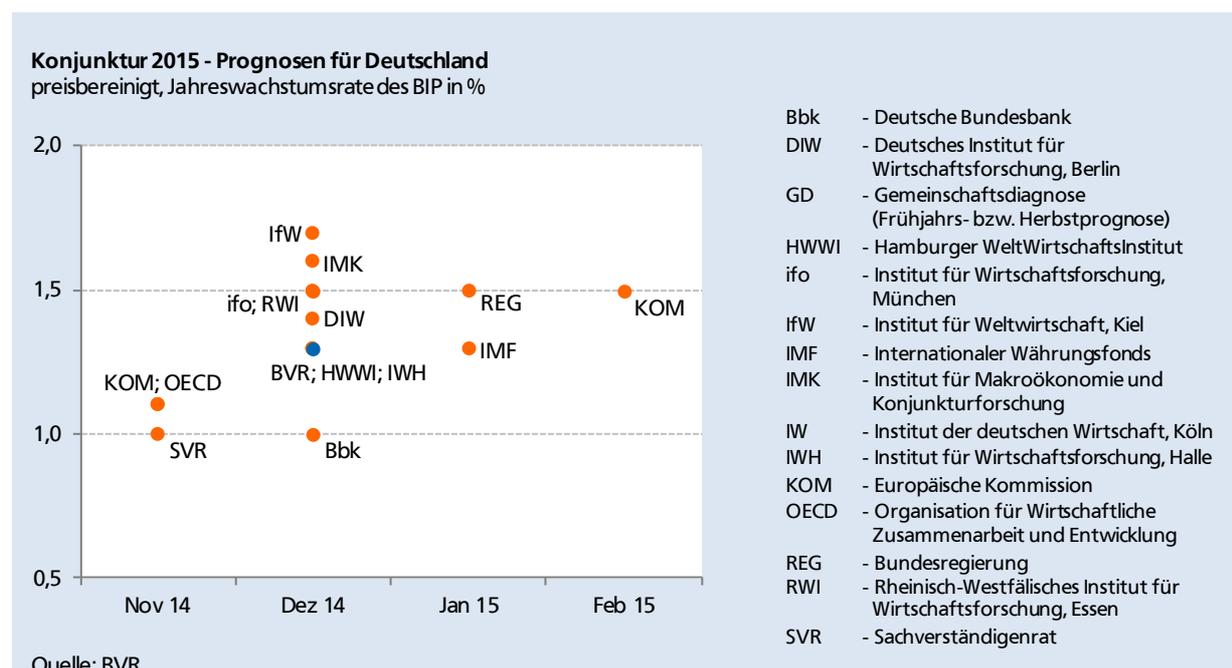
### Merkliches Wachstum im Winterhalbjahr

Die deutsche Wirtschaft hat ihre Schwächephase vom Sommer 2014 überwunden. Das preis-, saison- und kalenderbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist nach aktuellen amtlichen Angaben im Jahresendquartal 2014 gegenüber dem Vorquartal um 0,7 % gestiegen. Der Zuwachs fiel damit erheblich stärker aus als im dritten Quartal (+0,1 %) und auch stärker als noch im Januar vom Statistischen Bundesamt implizit angenommen. Zudem lassen jüngste Schätzungen des BVR für das laufende erste Quartal 2015 ebenfalls einen merklichen BIP-Anstieg mit Verlaufsraten von 0,3 % erwarten. Auf eine Fortsetzung des Wirtschaftswachstums deutet neben der weiteren Verbesserung wichtiger Stimmungsindikatoren insbesondere auch die günstige Entwicklung des Industrieauftragseingangs hin.

Im vierten Quartal gingen die Wachstumsimpulse vor allem von den Konsumausgaben der privaten Haushalte aus, die spürbar ausgeweitet wurden (+0,8 %). Zudem legten die Bau- (+2,1 %) und Ausrüstungsinvestitionen (+0,4 %) zu. Der Außenhandel trug im Vergleich zur Binnennachfrage weniger stark zum BIP-Anstieg bei, da die Importe (+1,0 %) ähnlich dynamisch zunahmen wie die Exporte (+1,3 %). Wegen des unerwartet kräftigen Wachstums zum Jahresende hat das Statistische Bundesamt seinen BIP-Jahresdurchschnittswert für 2014 leicht von 1,5 auf 1,6 % angehoben.

### Industrie und Außenhandel im Aufwind

Die Industriebetriebe konnten zuletzt, im Dezember, deutlich mehr Bestellungen einfahren. Darüber hinaus war auch bei der industriellen Erzeugung und bei den Ausfuhren Deutschlands ein Anstieg zu verzeichnen. Die **Ausfuhren** sind im Dezember gegenüber dem Vormonat kalender- und



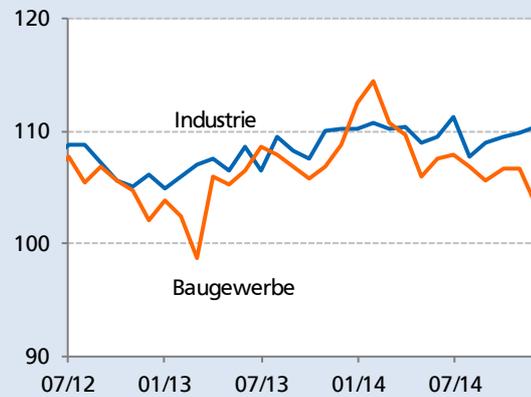
## Deutsche Konjunktur

saisonbereinigt um 3,4 % gestiegen. Über das gesamte Jahre 2014 betrachtet expandierten sie um 3,7 % auf 1.133,6 Mrd. Euro und erreichten damit einen neuen Rekordwert. Die **Industrie**produktion ist im Vergleich zum November preis-, saison- und kalenderbereinigt leicht um 0,5 % gestiegen. Im Baugewerbe ging die Produktion zum Jahresende jedoch zurück (-2,9 %), nachdem sie zuvor noch stagniert hatte. Der **Auftragseingang** der Industriebetriebe ist im Dezember gegenüber dem Vormonat um kräftige 4,2 % gestiegen. Damit konnte der Rückgang vom November (-2,4 %) mehr als kompensiert werden. Auch im gesamten vierten Quartal legte das Auftragsvolumen merklich zu (+1,9 %). Die Nachfrageimpulse kamen dabei in etwa gleichermaßen aus dem Inland (+1,7 %) und dem Ausland (+1,9 %).

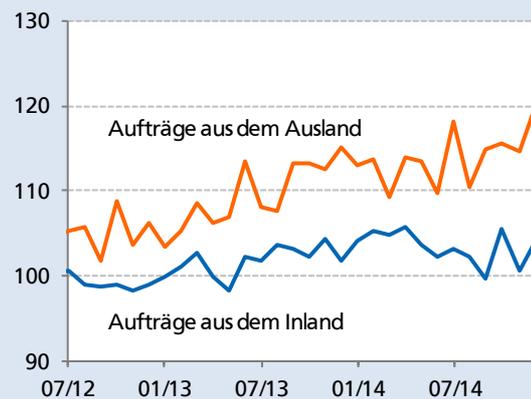
### Aufwärtsgerichtete Stimmungsindikatoren

Im Februar haben die **ZEW-Konjunkturerwartungen** für Deutschland ihre Aufwärtsbewegung fortgesetzt. Das anhand einer regelmäßigen Umfrage unter Finanzmarktexperten ermittelte Stimmungsbarometer ist gegenüber dem Vormonat um 4,6 Punkte auf 53,0 Punkte gestiegen. Zum Anstieg dürften vor allem die vom EZB-Rat beschlossenen weiteren geldpolitischen Lockerungen und die guten Daten zum Wirtschaftswachstum Deutschlands im vierten Quartal beigetragen haben. Der **ifo Geschäftsklimaindex** legte im Februar ebenfalls zu. Er stieg leicht von 106,7 Punkten im Januar auf nunmehr 106,8 Punkte. Die aktuelle Lage wurde von den befragten Unternehmen per Saldo etwas weniger häufig mit „gut“ bewertet

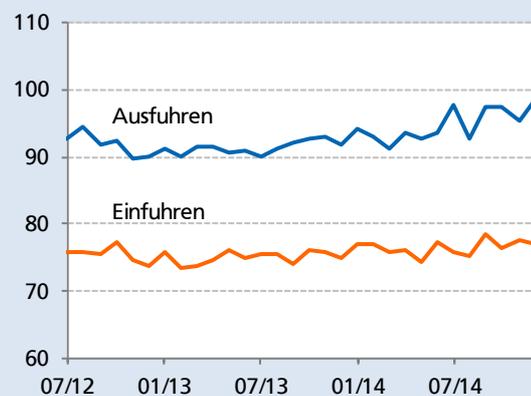
**Produktion**  
2010=100, preis- und saisonbereinigt



**Aufträge**  
2010=100, preis- und saisonbereinigt



**Außenhandel**  
in Mrd. Euro, saisonbereinigt



Quelle: Datastream

## Deutsche Konjunktur

als zuvor. Der Optimismus in Hinblick auf die künftige Geschäftsentwicklung hat jedoch, trotz des andauernden Ukraine-Konflikts und der Unklarheit über die weitere Entwicklung Griechenlands, weiter zugenommen.

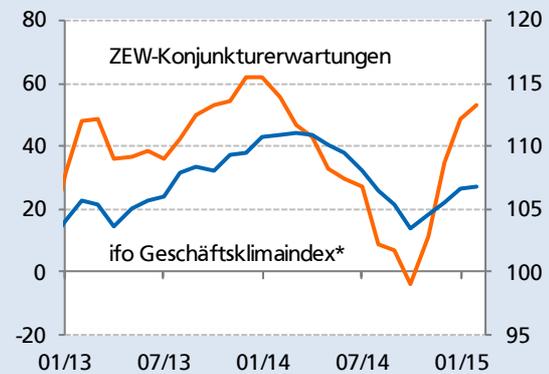
### Inflationsrate unter der Nulllinie

Die Inflationsrate Deutschlands liegt erstmals seit September 2009 wieder im negativen Bereich. Gemessen an der Jahresrate des **Verbraucherpreisindex (VPI)** ist sie zuletzt von +0,2 % im Dezember auf -0,4 % im Januar gesunken. Maßgeblich für den Rückgang des Gesamtindex waren die Energie- und Nahrungsmittelpreise, die sich binnen Jahresfrist um 9,0 % bzw. 1,0 % verbilligten. Ohne Berücksichtigung von Energie und Nahrungsmitteln lag die Inflationsrate im Januar bei +1,1 %. Der **Erzeugerpreisindex** gewerblicher Produkte ist im Januar um deutliche 2,2 % gesunken, nachdem er im Dezember noch um 1,7 % zurückgegangen war. Ähnlich wie auf der Verbraucherstufe wurde die Entwicklung des Gesamtindex vor allem durch die fallenden Energiepreise (-6,3 %) beeinflusst. Insbesondere die Preise für Mineralerzeugnisse haben sich merklich (-20,4 %) verbilligt.

### Insolvenzen nach wie vor rückläufig

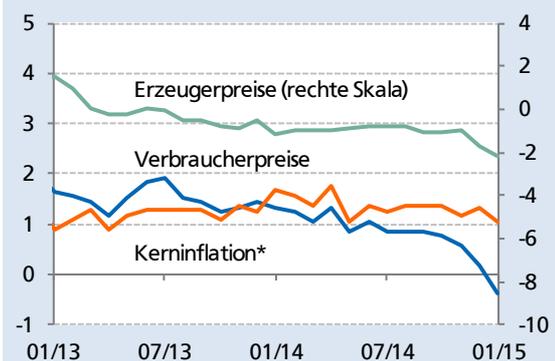
Im November ist die Anzahl der Insolvenzen weiter gesunken. Von den Amtsgerichten wurden 1.816 Unternehmens- und 7.022 Verbraucherinsolvenzen gemeldet. Dies waren 11,4 % bzw. 7,6 % weniger als im entsprechenden Vorjahresmonat.

Wirtschaftliche Einschätzung  
saisonbereinigt



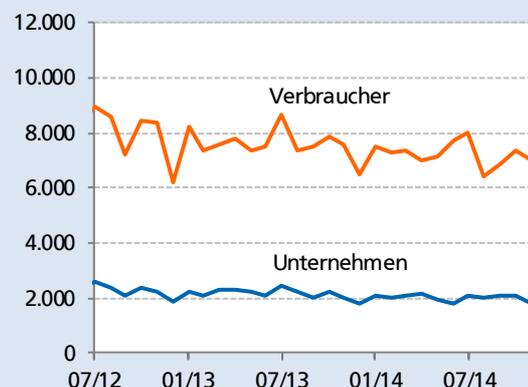
\*rechte Skala, 2010=100

Verbraucher- und Erzeugerpreise  
gg. Vorjahr in %



\*ohne Energie und Lebensmittel

Insolvenzen  
Monatliche Fallzahlen



Quelle: Datastream

## Deutsche Konjunktur

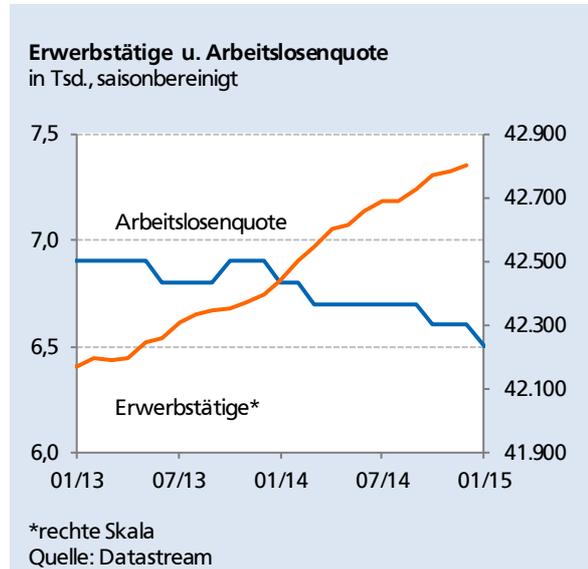
Die Gesamtforderungen der Gläubiger aus den beantragten Unternehmensinsolvenzen werden von den Amtsgerichten mit 1,6 Mrd. Euro beziffert. Somit lag die durchschnittliche Forderungshöhe je Insolvenzfall bei etwa 890.000 Euro.

### Arbeitslosenzahl aus saisonalen Gründen gestiegen

Der deutsche Arbeitsmarkt konnte zu Jahresbeginn an die gute Entwicklung der Vorjahre anknüpfen. Zwar nahm die Anzahl der Arbeitslosen nach ersten Berechnungen der Bundesagentur für Arbeit (BA) im Januar gegenüber dem Vormonat um deutliche 268.000 auf 3,032 Mio. Menschen zu. Der Anstieg fiel jedoch geringer aus als im Zuge der Winterpause allgemein üblich. Unter Berücksichtigung der üblichen saisonalen Effekte ging die die **Arbeitslosenzahl** leicht um 9.000 Personen zurück. Die Arbeitslosenquote ist im Januar in saisonbereinigter Rechnung gegenüber dem Vormonat von 6,6 % auf 6,5 % gesunken.

In Hinblick auf die Daten zur Erwerbstätigkeit und zur sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung setzte sich das Wachstum der Vormonate fort. Nach aktuellen Angaben des Statistischen Bundesamtes ist die **Erwerbstätigenzahl** im Dezember saisonbereinigt um 22.000 gestiegen. Die **Beschäftigung** hat nach jüngsten BA-Hochrechnungen von Oktober auf November saisonbereinigt um 45.000 zugenommen.

In den nächsten Monaten dürfte der Beschäftigungsaufbau anhalten. Dies legt zumindest der



**BA-Stellenindex BA-X** nahe, der im Januar um 2 Punkte auf 183 Punkte gestiegen ist.